Comisión de Hacienda
Carpetas Nos 1345 y 1413 de 2006

Versión Taquigráfica N° 847 de 2006

AUTOMOTORES

FIDEICOMISOS FINANCIEROS ESTRUCTURADOS DE ACUERDO CON EL REGLAMENTO DEL PROGRAMA DE CRÉDITO GLOBAL MULTISECTORIAL DICTADO POR EL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Versión taquigráfica de la reunión realizada el día 22 de noviembre de 2006

(Sin corregir)

PRESIDE: Señor Representante Pablo Pérez González.

MIEMBROS: Señores Representantes José Amorín, Alfredo Álvarez Bogliolo, Alfredo Asti, Irene Caballero, Roberto Conde, Gonzalo Mujica, Mary Pacheco, Iván Posada y Héctor Tajam.

INVITADOS: Por el Ministerio de Economía y Finanzas, economista Pedro Buonomo; contador David Eibe; doctor Jorge Polgar y economista Rosario Patrón, del Banco Central del Uruguay.

SEÑOR PRESIDENTE (Pérez González).- Habiendo número, está abierta la reunión.

Se pone a consideración el primer punto del orden del día relativo a "Automotores".

SEÑOR ASTI.- Señor Presidente: tal como habíamos dicho en la reunión anterior, el texto de este proyecto de ley está incluido en el proyecto de reforma tributaria. Me refiero al aumento del IMESI para determinado tipo de motores diesel, así como la prohibición de importar estos motores. Por tal motivo, entendemos que hasta que el Senado no apruebe definitivamente el proyecto de reforma tributaria, no tendría sentido ni archivarlo ni aprobarlo. Por lo tanto, solicitamos que se mantenga en el orden del día, a la espera de que el Senado apruebe definitivamente el proyecto de reforma tributaria. En caso de que estos artículos se aprueben sin modificaciones, lo archivaríamos, y en caso contrario, analizaríamos la situación a la luz de lo que resuelva el Senado.

SEÑOR PRESIDENTE.- Si ningún otro señor legislador quiere hacer uso de la palabra, adoptaríamos esa posición.

(Se vota)

——Seis en seis: AFIRMATIVA. Unanimidad.

Realizaremos un intermedio hasta tanto se haga presente la delegación que recibiremos.

(Se pasa a intermedio)

Continúa la reunión.

——La Comisión tiene el agrado de recibir a los economistas Rosario Patrón y Pedro Buonomo, al doctor Jorge Polgar y al contador David Eibe. El objetivo de la visita es tratar el tema: "Fideicomisos financieros estructurados de acuerdo con el reglamento del programa de crédito global multisectorial dictado por el Banco Central del Uruguay".

SEÑOR BUONOMO.- Estamos aquí para presentar el proyecto de ley al que el Presidente de la Comisión hacía referencia. Estoy acompañado por la economista Rosario Patrón, del Banco Central, por el contador David Eibe, Director de la Asesoría Tributaria del Ministerio de Economía y Finanzas y por el doctor Jorge Polgar, de la Asesoría Macroeconómica y Financiera de dicha Cartera. Este proyecto involucra aspectos tributarios y aspectos vinculados con el mercado de valores y la actividad del Banco Central.

En términos generales, voy a hacer una breve descripción de los antecedentes que fundamentan el proyecto de ley que estamos presentando, para luego abordar los aspectos específicos vinculados a las exoneraciones y las facilidades tributarias que el proyecto de ley propone, y las modificaciones a la normativa del mercado de valores, AFAP, y aspectos vinculados con la supervisión bancaria.

En el marco de la estrategia llevada adelante por la conducción económica, priorizando el incentivo a la inversión productiva que, en diversas ocasiones, el Ministro de Economía y Finanzas ha definido como un aspecto clave para la creación de empleo -objetivo específico y definido; generación de empleo como elemento fundamental para mejorar las condiciones de vida de la mayoría de los uruguayos- se ha confeccionado una agenda que ha definido diferentes tipos de instrumentos y mecanismos tendientes al logro de ese objetivo.

En el marco de los incentivos a la inversión, la agenda es bastante amplia e implica la revisión de los mecanismos promocionales vigentes y otros instrumentos que hacen al estímulo de la inversión productiva.

Se identificó también la necesidad de promover instrumentos financieros que permitan solucionar alguna de las carencias que se identificaron en el acceso al financiamiento de las empresas. En la exposición de motivos del proyecto que estamos presentando, se hizo un "racconto" que señala que a partir de la crisis de 2002, por diversas situaciones vinculadas a la forma cómo la crisis afectó a las instituciones financieras y a las empresas, el acceso de estas al crédito se vio fuertemente restringido. A partir de 2002, el mercado trató de identificar o de crear mecanismos que apuntaran a solucionar este problema. Hubo un fuerte impulso a mecanismos de financiamiento no bancarios o no tradicionales, como el uso de fideicomisos, que permitió -previamente y con posterioridad a la aprobación de la ley de fideicomiso- diseñar o estructurar mecanismos de financiamiento, separando el patrimonio de las empresas, del proyecto específico que se pretendía financiar. Así, tratando de recordar, se instrumentaron el fondo lechero, el fondo arrocero y algunos otros proyectos importantes que permitieron financiar actividades, sectoriales o específicas. También algunos proyectos de infraestructura, en el marco de la Intendencia Municipal de Montevideo, que permitieron financiar actividades específicas, canalizando el financiamiento básicamente de las AFAP a proyectos de inversión que en el mercado financiero tradicional no obtenían o no eran objeto de financiamiento. Ese antecedente fue tomado en cuenta a los efectos de ver cómo se podía impulsar algún tipo de mecanismo que, estableciendo o diseñando alguna estructura tipo, pudiera potenciar la utilización de estos instrumentos para canalizar el financiamiento hacia proyectos de inversión específica. Dada la situación patrimonial en la que quedaron muchas empresas como consecuencia de la crisis, se les dificultaba mucho acceder al crédito. Uno de los primeros aspectos que quiero destacar de este proyecto es que, identificado el instrumento del fideicomiso para la estructuración de proyectos y para canalizar a través de él fondos disponibles en el mercado -en particular, de las AFAP-, el objetivo era tratar de potenciarlo, diseñando un mecanismo que permita llevarlo adelante en forma eficaz. Quiero señalar dos elementos. Esas experiencias de fideicomiso como, por ejemplo, el fondo lechero, el fondo arrocero, el fondo de transporte de la Intendencia Municipal de

Montevideo, las concesiones de la Intendencia, se pueden catalogar como exitosas, desde el momento que lograron que se financiaran ese tipo de proyectos. Pero en su proceso se encontraron algunas dificultades vinculadas, básicamente, a dos aspectos. Me refiero a aspectos tributarios y aspectos vinculados con los tiempos necesarios que la normativa vigente del Banco Central requería, a efectos de aprobarlos. Los temas tributarios se solucionaron porque existe la posibilidad de que discrecionalmente el Ministerio de Economía y Finanzas pueda hacer un análisis tributario específico de cada uno de estos instrumentos y otorgar algún tipo de facilidades o exoneraciones que los hagan competitivos. Pero, en todos estos casos a que hacía referencia, y algunos más, se tuvo que hacer el tratamiento caso por caso por las demoras, los problemas y la imprevisibilidad que le genera al promotor del proyecto este tipo de circunstancias. Es decir que depende de la decisión específica del Poder Ejecutivo, a los efectos de ver cuál va a ser el tratamiento tributario del instrumento.

El otro problema que tenían era el de los tiempos que necesitaba la autoridad del Banco Central para aprobar este tipo de instrumento. Muchos, salvo excepciones, demoraban un año, generando más incertidumbre e imprevisibilidad. Los proyectos a que hacía referencia fueron exitosos pero, probablemente, otros que lo hubieran sido, vieron inhabilitada su puesta en marcha por este tipo de restricciones.

¿Por qué hago referencia a estos dos instrumentos? Porque el proyecto de ley que estamos presentando pretende solucionar esos dos temas específicos. Entonces, por un lado, hacía referencia a este tipo de instrumentos financieros que permite canalizar el financiamiento hacia proyectos viables que el sistema financiero tradicional, por las dificultades que brevemente expuse, no estaba financiando. Por otro lado, el Estado tenía desde hace tiempo un préstamo multisectorial de inversiones del Banco Interamericano de Desarrollo, que en su evaluación no había sido todo lo eficaz que se pretendía. Voy a explicar muy brevemente el procedimiento, para ver la diferencia que el mecanismo que estamos proponiendo tiene respecto al procedimiento anterior. Ese préstamo multisectorial de inversiones se canalizaba a través de las instituciones financieras privadas, que asumían el riesgo crediticio del proyecto que presentaban y canalizaban esos fondos. Por distintas circunstancias -una de las cuales está vinculada con lo que dije anteriormente, es decir, con las dificultades que tienen las empresas de ser sujeto de crédito en condiciones económicamente atractivas por su situación patrimonial, generada por la crisis, y porque no les resultaba rentable canalizar estos fondos multisectoriales de inversiones-, el préstamo ese, a la luz de todas las evaluaciones, no había cumplido con su objetivo. No se había podido canalizar esa importante masa de recursos de más de ciento cincuenta millones de dólares hacia proyectos productivos. Ese programa multisectorial de inversiones que el Estado tenía con el Banco Interamericano de Desarrollo no había cumplido su objetivo.

Tratando de identificar esos dos problemas -las dificultades que tienen para desarrollarse los proyectos atractivos por la falta de acceso al mercado financiero tradicional y la posibilidad de transformar el multisectorial financiero de manera que, efectivamente, los proyectos puedan acceder a él?, se diseñó un instrumento que trata de incluir ambos aspectos: el de los nuevos instrumentos de financiamiento -como los fideicomisos- y el uso de esos fondos del multisectorial de inversiones. Estos pueden servir como apalancamiento del financiamiento de proyectos de otros inversores institucionales, en particular las AFAP, a las que los instrumentos nuevos de fideicomiso habían recurrido mayoritariamente, a los efectos de financiar los proyectos.

Básicamente, este proyecto de ley hace referencia concreta a los aspectos tributarios y de mercado de valores que solucionan problemas vinculados con el instrumento. A los efectos de que tengan una idea más clara, voy a tratar de describir de la forma más gráfica cómo funcionaría el instrumento, sin perjuicio de aclarar después alguna duda específica, tratando de explicar el procedimiento que un proyecto tendría en el marco de este nuevo instrumento que estamos presentando.

El Ministerio de Economía y Finanzas, en una oficina que va a presentar a la brevedad, la Oficina de Atención al Sector Privado, generará una ventanilla en la cual algunos patrocinantes, que pueden ser las instituciones financieras, podrán presentar proyectos a los efectos de ser financiados por este sistema. No quiero entrar en detalles ni en la casuística de quién se puede presentar, porque hay un reglamento que podemos ver específicamente; creo que analizar el esquema general puede ser gráfico para apreciar la potencialidad del instrumento.

Vamos a empezar desde el principio. Una empresa puede tener en su cartera un proyecto de una magnitud importante. Digo esto porque este proyecto no está hecho para financiar proyectos pequeños porque sus mecanismos, los trámites que exige y los trabajos profesionales previos que determinan la estructuración, resultan un poco pesados para proyectos pequeños. Básicamente, este proyecto trata de ser un instrumento viable para financiar grandes proyectos de empresas, proyectos sectoriales que incluyan distintas empresas de un sector -el fondo lechero o el fondo arrocero son asimilables- o proyectos de infraestructura. Supongamos el primer caso. Una empresa tiene un proyecto importante, de dimensiones significativas y necesita un financiamiento de largo plazo. Entonces, estructura el proyecto, hace el análisis y lo presenta a una institución financiera privada o pública que está dispuesta a financiar al menos el 50% necesario para llevar adelante ese proyecto. Esa institución hace el análisis de riesgo del proyecto, establece los mecanismos de calificación y, de alguna manera, hace el test de mercado al proyecto, lo que demuestra a través de su voluntad de financiarlo y del costo del financiamiento que define. La empresa lo presenta a la institución financiera y esta lo puede presentar a la Oficina del Ministerio de Economía y Finanzas o a otra que hay en el Banco Central. Si lo hace ante la Oficina del Ministerio, lo que esta debe hacer en primera instancia es definir si ese proyecto es viable de ser cofinanciado por los fondos del multisectorial, en función de los criterios que defina el Ministerio. Se verá si el proyecto cumple con el test de mercado -porque una institución financiera lo presentó y está dispuesta a cofinanciarlo? y es interesante que el multisectorial lo cofinancie. En ese marco, el multisectorial puede financiar hasta un 50% del proyecto; es decir que el mercado financia por lo menos el otro 50%. Hay un reglamento operativo que establece el mínimo que va a financiar el multisectorial y el fideicomiso financiero que "securitice" el flujo de ingresos de ese proyecto. Contra ese flujo de ingresos, el fideicomiso emite obligaciones o certificados. Ahí participaría la institución financiera, el patrocinante, las AFAP o el mercado, adquiriendo hasta el 50% y el multisectorial adquiriendo participaciones en ese fideicomiso hasta el porcentaje que la administración defina. De esta manera y con este procedimiento, estamos presentando al mercado un mecanismo que entendemos poderoso para el financiamiento de proyectos de inversión que necesitan financiamiento de largo plazo, permitiendo canalizar recursos que hoy existen en la economía, pero que no van fluidamente hacia la inversión, en particular los de los inversores institucionales y los de las AFAP, que son una clara e importante fuente de financiamiento para este tipo de proyectos. Digo esto en términos generales acerca de cómo funcionaría el instrumento.

Como decía anteriormente, para que este instrumento sea eficaz y eficiente, se identificó que hay que atacar algunos problemas específicos que presenta la normativa vigente, en particular, con relación a aspectos tributarios y a aspectos de la normativa del mercado de valores. Este proyecto se basa en cinco artículos que atacan esos problemas. El artículo 1º está vinculado con los aspectos tributarios y los siguientes con aspectos relacionados con el Banco Central y el mercado de valores.

SEÑOR EIBE.- Las disposiciones tributarias son relativamente sencillas y están incorporadas en el artículo 1º del proyecto de ley.

En el primer inciso se establece que el otorgamiento a estos fideicomisos financieros queda restringido a los que están establecidos en la normativa, y al final del artículo se establece: "El tratamiento tributario definido en los literales anteriores podrá hacerse extensivo a fideicomisos financieros que se estructuren en el marco de programas análogos de financiamiento previa autorización del Ministerio de Economía y Finanzas y el Banco Central del Uruguay cuando corresponda".

Nosotros ya tenemos disposiciones específicas para los fideicomisos financieros que tienen como objeto a conjuntos homogéneos análogos de derecho de crédito, que en el fondo es de lo que se trata en términos de bienes fideicomitivos. Pero sucede que hay algunas peculiaridades en la operativa del fideicomiso, por ejemplo, la hipótesis en la que el fideicomiso presta efectivamente dinero, o sea, cuando el fideicomiso no solo toma las carteras de crédito sino que, además, presta a la empresa titular del proyecto. En este caso concreto, se requerirán algunas disposiciones específicas que, por un lado, establezcan condiciones de neutralidad con respecto a otras formas de financiamiento y que, por otro, incluso otorguen beneficios que tengan un claro carácter promocional.

Voy a especificar cada una de las disposiciones que establece este artículo 1º y haré una breve explicación de ellas.

En el literal (a) se establece: "Los créditos que sean transferidos al fideicomiso tendrán el mismo tratamiento para los impuestos a los Activos de las Empresas Bancarias y de Control del Sistema Financiero al que

hubieran estado sujeto antes de la cesión". En rigor, esta es una norma que bien podría adoptarse por vía reglamentaria, pero en función de lo que decía el economista Buonomo, nosotros entendemos que es bueno establecerla con alcance general para todos los fideicomisos que operen en el contexto de este tipo de financiamiento. Además, en su segundo inciso este literal establece: "Por su parte, los préstamos originales en el fideicomiso estarán exentos de los referidos impuestos".

El literal (b) refiere al Impuesto al Valor Agregado. Allí se establece: "Los intereses por préstamos otorgados por el fideicomiso estarán exentos del Impuesto al Valor Agregado". Lo que se pretende es establecer un criterio de simetría con respecto a las operaciones bancarias, porque los intereses de los préstamos concedidos por instituciones de intermediación financiera a empresas -que va a ser el caso del tipo de financiamiento que otorga este fideicomiso- están exonerados del Impuesto al Valor Agregado. Entonces, esta disposición pretende evitar costos financieros en el caso de empresas que, a su vez, tengan operaciones gravadas o costos económicos en el caso de empresas que tengan operaciones exentas y, por lo tanto, el IVA de compras, incluidos los intereses de financiamiento, constituyen un costo.

En el literal (c), que refiere al Impuesto al Patrimonio, se expresa: "Las obligaciones contraídas con el fideicomiso serán admitidas como pasivo a los efectos de la liquidación del Impuesto al Patrimonio". Esto es relevante. Si bien el fideicomiso, siendo contribuyente de IMABA, genera esa condición, en la medida en que por el literal (a) estamos exonerando a los créditos del fideicomiso, tenemos que poner esta disposición porque, de lo contrario, anularíamos el beneficio por la vía de que el financiador no deduzca el pasivo por el Impuesto al Patrimonio.

Por último, en el literal (d), que refiere al Impuesto a las Rentas de Industria y Comercio e Impuesto al Patrimonio, se establece: "Los fideicomisos financieros a que hace referencia esta Ley, estarán exonerados de los impuestos a las Rentas de Industria y Comercio y al Patrimonio". Esta es una norma claramente promocional; genera una simetría tributaria con respecto a otros financiadores, pretendiendo dar un estímulo, un beneficio, para que este instrumento progrese y pueda ser aplicable.

Una cuestión relevante con respecto a esto tiene que ver con la articulación de esta iniciativa con el proyecto de reforma tributaria. Obviamente, nosotros no manejamos los tiempos de este proyecto ni del de reforma tributaria. Entonces, tenemos una situación un poco peculiar porque estas normas refieren a los impuestos vigentes, pero el proyecto de reforma tributaria -que, como ustedes saben, ya tiene media sanción- establece modificaciones al sistema tributario vigente. En algunos casos, esas modificaciones no tienen mayor relevancia; en el caso del Impuesto al Valor Agregado y del Impuesto al Patrimonio, las disposiciones perviven y no hay derogación de exoneraciones, y en el caso del Impuesto a los Activos de las Empresas Bancarias y del Impuesto de Control del Sistema Financiero, si la reforma se aprueba tal cual está, se eliminan, por lo cual tampoco habría problema. Pero en el caso del Impuesto a las Rentas de Industria y Comercio se determina una derogación a las exoneraciones otorgadas antes de la ley. Nosotros entendemos que si este proyecto se aprueba entre la promulgación de la Ley de Reforma Tributaria y su entrada en vigencia, esa derogación no debería ser aplicable; por lo tanto, debería operar la remisión y esta exoneración del Impuesto a las Rentas debería valer para el Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas por la remisión general. Pero, obviamente, es una cuestión de interpretación, dada la dificultad de que hay dos proyectos de ley coexistiendo con normas que, en cierto sentido, son contradictorias.

SEÑOR ASTI.- En el proyecto de reforma tributaria, en el mismo momento en que se deroga el Impuesto de Control del Sistema Financiero, se crea una tasa. Quiero saber cómo quedaría en este caso.

SEÑOR EIBE.- La tasa es una tasa; no es un impuesto. Como la tasa involucra una contraprestación, desde mi punto de vista, sería aplicable.

SEÑORA PATRÓN.- Me voy a referir a los artículos 2º, 3º y 4º, que tienen que ver con algunas flexibilizaciones de las normas que rigen las actividades de las AFAP. Estas flexibilizaciones son importantes a los efectos de que funcione el programa que describía el economista Buonomo. En algunos casos, es importante que la norma se flexibilice para atender algunos casos y que no se dé una autorización en forma genérica para cualquier proyecto del mercado de valores, pero en otros casos es importante introducir una norma general.

El artículo 2º establece: "A efectos de presentar proyectos para la aprobación de inversiones en el marco del mecanismo previsto en el Reglamento del Programa de Crédito Global Multisectorial III […;] y Programas similares" -también están contemplados programas similares en el artículo 1º en cuanto a exenciones tributarias- "[…] autorízase a las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional a proponer, de requerirse ello en dichos proyectos, compromisos de compra de instrumentos del fideicomiso financiero en fechas futuras, que no podrán exceder los tres años […]", siempre sujetos a la autorización explícita del Banco Central del Uruguay.

¿Qué sentido tiene este artículo? En la ley que rige el funcionamiento de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional se establece una prohibición por la cual las AFAP no pueden comprometer inversiones del Fondo de Ahorro Previsional a futuro. O sea que pueden decidir inversiones, comprar emisiones -que se hagan, digamos, en el momento cero-, pero no pueden comprometerse a comprar, por ejemplo, una segunda emisión del mismo proyecto, si eso fuera necesario. Eso es razonable en tanto en el mercado en general pueden pasar muchas cosas entre el momento cero y el momento uno. Como el fondo de ahorro previsional es de los trabajadores y se está acumulando para su futura jubilación, hay que cuidarlo con especial celo.

No obstante, en los proyectos grandes de infraestructura y demás, si el emisor -sea este una empresa o representativa de un conjunto de empresas- requiere financiamiento en distintos momentos, sería muy costoso exigir que se hiciera todo en una emisión al principio para que las AFAP pudieran financiar. Por otra parte, si no se pueden comprometer fondos a futuro, siempre habría incertidumbre en cuanto a si ese proyecto de envergadura, de importancia para el país, tendría financiamiento en el futuro.

Entonces, este artículo está dirigido a levantar esa prohibición que tiene la ley actual, de comprometer fondos a futuro solamente si el proyecto lo requiere y el Banco Central considera que es apropiado. Tampoco sería un levantamiento genérico de la prohibición para habilitar que se comprometan fondos a cualquier plazo y en cualquier caso.

El artículo 2º está relacionado con el 3º. Este último establece nuevos literales al artículo 123, que es el que define taxativamente cuáles son las inversiones que pueden hacer las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, agregando dos. El primero tiene relación con el artículo 2º. Se habilitarían: "Operaciones que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros del Fondo de Ahorro Previsional con las limitaciones y condiciones que establezca el Banco Central del Uruguay, hasta el 10% de activo del Fondo de Ahorro Previsional". ¿Qué quiere decir esto? Pongamos el ejemplo de un proyecto en el cual las AFAP van a invertir en el momento cero y en el momento uno. Siempre hay riesgo de que el mundo o el país cambien y que ese proyecto que en el momento cero lucía muy rentable, en el momento uno no lo sea tanto, o que en el momento cero -como ha pasado y pasa en todas partes del mundo- tenga una calificación de riesgo AAA y en el momento uno una calificación un poco más baja. Entonces, las AFAP podrían utilizar otros instrumentos para cubrirse del riesgo posible que pudiera haber en el futuro, aplicado a este tipo de proyectos. O sea, yo me comprometo a futuro, pero me voy a comprar una cobertura por las dudas de que este proyecto no funcione tan bien como se evaluaba en el momento cero.

Entendamos que todos estos proyectos van a tener una calificación de riesgo desde el inicio y que todos son de oferta pública, más allá de quién es el patrocinante y cuánto se compromete a invertir. En realidad, todos estos proyectos van a tener un patrocinante, que podrá ser una institución de intermediación financiera o podrá buscarse el mecanismo de que las AFAP expresen su interés, pero siempre se van a colocar por oferta pública, o sea que van a estar abiertos a otros inversores. Lo que sí es cierto es que el que fue patrocinante tiene que invertir necesariamente en el proyecto.

Para este tipo de proyectos, es decir, cuando se comprometan inversiones futuras, habría que habilitar a las AFAP para que buscaran una forma de cubrir los riesgos. Además de todo esto, nosotros ya percibíamos -independientemente de la ingeniería que estamos contando en este momento- que las AFAP tienen exposiciones y que sería muy saludable, desde el punto de vista del control de riesgo, que pudieran cubrir de alguna manera. Por ejemplo, tienen inversiones en distintas monedas. Un buen administrador de inversiones, como son las AFAP, si hacen inversiones en una moneda podrían tener interés en cubrirse de posibles fluctuaciones en esa moneda, comprando cobertura que les aminore ese riesgo.

En la normativa vigente, el artículo 123, no se establecen en forma explícita las operaciones de cobertura que refieren a "swaps", derivados, etcétera. Eso quiere decir que hasta ahora no las pueden hacer, pero sería muy bueno para el Fondo de Ahorro Previsional y, en definitiva, para los trabajadores que en realidad son los

dueños de esos fondos, que el administrador de inversiones pudiera tomar todas las providencias para mitigar los riesgos de las inversiones lo mejor posible. Adicionalmente, esto podría contribuir a la creación de un mercado de derivados en el país, lo que sería importante para toda la economía, no solo para los Fondos de Ahorro Previsional.

El literal G) estaría habilitando en forma genérica operaciones de cobertura de los Fondos de Ahorro Previsional.

El literal que se está planteando es el siguiente: "Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito de los cuales el país sea miembro, que tengan por objetivo la financiación de inversiones radicadas en el país, por hasta 15% [...] del activo del Fondo de Ahorro Previsional". Este literal H) está relacionado con lo que se establece en el artículo 4º. A continuación vamos a explicar lo que quiere decir el nuevo literal.

El BID y el Banco Mundial son organismos multilaterales de crédito de los cuales el país es miembro. En general, estas instituciones prestan al país en moneda fuerte. Cuando el Gobierno quiere trasladar esos dineros que ha recibido en préstamo a inversiones del tipo de las cuales estamos describiendo -porque el multisectorial va a ser invertido en valores de renta pública-, o bien decide que va a correr con un riesgo cambiario determinado si los fideicomisos son en pesos, o bien decide no correr ese riesgo cambiario, con lo cual todos los fideicomisos que participarían en este programa tendrían que ser en dólares. En la política de Gobierno, que es explícitamente de desdolarización de la economía, hay un interés específico de que los instrumentos que se emitan en el mercado financiero puedan ser instrumentos en pesos o en unidades indexadas. Por otro lado, puede haber proyectos donde la generación de los flujos futuros esté en pesos. Entonces, los instrumentos de deuda que se coloquen en el mercado -que van a tener después el repago en el flujo de esos proyectos- estarían calzados en monedas si se hicieran en pesos.

Esos dos factores hacen deseable que los organismos multilaterales de crédito presten al Gobierno en la moneda local. Para ello deben ir al mercado y colocar sus propios instrumentos para conseguir los pesos y luego prestarle al Gobierno.

Las AFAP, como se sabe, tienen prohibido invertir en títulos de deuda de instituciones radicadas en el exterior. En este caso, se estaría habilitando a las AFAP solo para este grupo de instituciones -las multilaterales de crédito de las que somos miembro- para que puedan tomar esos títulos de deuda en pesos, lo cual habilitaría a que el BID nos prestara en pesos para que la Multisectorial prestara en parte en pesos; podría también ser otro organismo como el Banco Mundial que acordara con el Gobierno determinado programa de crédito que también fuera en pesos. Esto tiene un límite, que es hasta el 15% del Fondo de Ahorro Previsional, como en el caso de todos los otros literales que tienen como objetivo fijar determinados porcentajes, a efectos de lograr determinada diversificación del riesgo.

En definitiva, en este caso, los títulos que emiten los organismos multilaterales de crédito tienen un riesgo muy bajo, con lo cual si las AFAP estuvieran invirtiendo en los instrumentos, lo harían en instrumentos de muy buena calidad, de manera que también podrían balancear mejor su portafolio en materia de riesgo.

El artículo 4º simplemente es una modificación del artículo 124 de la ley, que establece las prohibiciones que tienen las AFAP, para habilitar que opere el literal H) del artículo 123 que se propone. El artículo 124 vigente establece que no se podrá invertir en "[...] Valores emitidos por sociedades constituidas en el extranjero, con excepción de las empresas de intermediación financiera autorizadas a girar en el país" -es decir, con excepción de los bancos que tengan sucursal en el país-, y ahora se agregaría "y de los organismos internacionales de crédito de los cuales el país es miembro".

Para complementar lo que decía el economista Buonomo, quiero comentar un detalle. Él puso el ejemplo de una institución de intermediación financiera, de un banco, que se presenta al Ministerio de Economía y Finanzas con un proyecto determinado para entrar en este mecanismo que se ha establecido con el Multisectorial III. Las AFAP son entidades de objeto único y no pueden patrocinar proyectos, pero sí están habilitadas a presentar en el Banco Central proyectos en los que estén interesadas, que son los previstos en el literal E) del artículo 123 de la ley, que en su totalidad tienen que ver con el desarrollo productivo. En realidad, los proyectos previstos en el literal E) en general son proyectos más a medida; los otros literales establecen instrumentos muy genéricos como, por ejemplo, certificados de depósito, obligaciones negociables y valores del Estado. En el literal E) se contempla en forma genérica otro tipo de proyectos

destinados al desarrollo productivo del país, y el mecanismo por el que las AFAP pueden invertir en ellos consiste en presentar al Banco Central una solicitud para invertir en determinado proyecto, habiendo hecho un análisis de sus riesgos y beneficios, y expidiéndose en forma totalmente explícita sobre cuáles son las ventajas de esa inversión, por lo que es un mecanismo muy análogo al que el economista Buonomo planteaba que van a hacer los bancos frente al Ministerio de Economía y Finanzas. De alguna manera, este mecanismo que se plantea para los fideicomisos tiene dos puertas de entrada: una en el Ministerio de Economía y Finanzas, al que irían los bancos patrocinantes u otras instituciones, que no necesariamente son bancos -podrían ser administradoras de fondos de inversión o paraestatales-, y las AFAP entrarían por el Banco Central porque tienen obligación normativa de solicitar al Banco Central autorización para estos proyectos especiales.

No obstante, el objetivo que se persigue con este mecanismo es el mismo, es decir, tener una evaluación, que ya haya hecho la AFAP o el banco -que son instituciones especializadas en la medición de riesgos y en la calificación de proyectos- para que luego el Gobierno tenga cierta garantía de que los proyectos en los que se va a invertir en el Multisectorial son válidos. Además, en este mecanismo se establece que el que patrocina luego invertirá en ellos, pero en una instancia de oferta pública que será luego de que el Ministerio declare que se trata de un proyecto admisible para el Multisectorial y su inversión mínima.

Resta por explicar el último artículo, que no tiene que ver con las AFAP sino con algunos mecanismos del mercado de valores en cuanto a los fideicomisos. El artículo 5º habilita a las instituciones de intermediación financiera a invertir en fideicomisos en las que ellas sean las patrocinantes y las emisoras. Un banco puede ser fiduciario financiero, y para serlo debe pedir autorización al Banco Central y registrarse como tal; algunos bancos lo han hecho y otros no. En el mecanismo que se prevé, un banco puede ser patrocinante de determinado fideicomiso, sin ser fiduciario de ese fideicomiso -el fiduciario podría ser otra institución autorizada, que podría ser un banco o una administradora de fondos de inversión-, pero también un banco que ya tenga la licencia para ser fiduciario que presente un proyecto de fideicomiso financiero para invertir. En ese caso, el artículo 5º establece que se lo habilita a invertir en el propio proyecto en el que es fiduciario, cuestión que no estaba explícitamente establecida en la ley de fideicomiso vigente. Para establecer este mecanismo de darnos garantías de que el patrocinante verdaderamente estará comprometido en los proyectos que se presentan, todo el reglamento de crédito dice: "Usted se presenta como patrocinante, pero después tendrá que invertir". Ahora, si un fiduciario financiero presenta un fideicomiso y después dice que no va a invertir porque la ley no lo obliga, en realidad estaríamos desvirtuando el mecanismo, y una de las funciones de este artículo sería esa. Hay otras porque, efectivamente, en otros proyectos que podrían ser parte de este proyecto del Multisectorial o de otro que el mercado decida impulsar, a veces podría resultar interesante para los inversores que el propio emisor quiera tener títulos en el producto que está ofreciendo. A veces eso da tranquilidad, es decir, quiero vender un proyecto a ustedes, pero si me comprometo en ese proyecto, ustedes pensarán: "Si este señor también compra los títulos, deben ser buenos".

Básicamente esa sería la explicación de estos artículos que tienen que ver ya sea con mercado de valores o las normas de AFAP.

SEÑOR CONDE.- Si las AFAP utilizaran todos los instrumentos, aun teniendo en cuenta que se determina cierta diversificación del riesgo por estas normas, ¿cuál sería el porcentaje del efecto acumulado de todas sus colocaciones con respecto al total del fondo? Es decir, si utilizaran todas las autorizaciones que les demos para invertir, suponiendo que este proyecto se aprobara tal como vino, ¿podría colocar, por ejemplo, 10% en esto, 15% en aquello y otro porcentaje en lo otro? Es decir, en total, ¿cuánto podrían colocar y cuánto se les obligaría a mantener en reserva o en caja?

SEÑORA PATRÓN.- Las AFAP podrían invertir el 100% del Fondo. Los gerentes de inversiones de cada una de las AFAP serán quienes decidan porque tienen la obligación de resolver sobre las inversiones en sí.

En realidad, la ley y la reglamentación del Banco Central en general ponen límites máximos para que no se excedan en ningún riesgo. El hecho de que uno esté poniendo en el proyecto de que podrían hacer operaciones de cobertura hasta un 10% del Fondo de Ahorro Previsional, no necesariamente quiere decir que lo hagan. En los otros literales del artículo 123, que ya existen como, por ejemplo, en el literal d) o en el e), en realidad se establecen hasta porcentajes del 25% y el 30% para invertir de acuerdo con la ley y, sin embargo, han invertido muy poco. ¿Cuándo ocurre eso? Cuando en realidad los proyectos que hay

disponibles en el mercado no tienen la relación rentabilidad-riesgo adecuada como para que el Gerente de Inversiones diga que es un instrumento que vale la pena que esté en el Fondo de Ahorro Previsional.

SEÑOR CONDE.- Sí, pero obedece a razones de mercado; en teoría o legalmente pueden invertir el 100% del Fondo.

SEÑORA PATRÓN.- No; el 100% del Fondo siempre está invertido. Lo que digo es que no siempre se distribuye llegando al límite de algunos de los literales. En valores del Estado y en valores del Banco Central, las AFAP están llegando al límite máximo, es decir, rondan el 60% en valores del Estado y el 30% en valores del Banco Central. En realidad, se han concentrado bastante en instrumentos financieros que emite el Estado y el Banco Central y mucho menos en instrumentos del sector privado productivo, que es lo que uno piensa que tendría que empezar a funcionar. Esta es la razón de todos estos mecanismos que facilitan el armado de estructuras financieras que den suficientes garantías como para que las AFAP tengan interés en invertir y como para que además el Estado quiera coparticipar en ellas.

Las AFAP reciben los fondos y los tienen que invertir. Tienen disponibilidad como para pagar, por ejemplo, traspasos cuando un afiliado quiere cambiarse de una empresa a otra, pero es un monto relativamente pequeño en momentos de estabilidad. De lo que se trata, precisamente, es de que se invierta en instrumentos que tengan cierta rentabilidad, porque esta va a la cuenta del afiliado. No deben olvidar que ahora el Fondo de Ahorro Previsional se compone por el 40% de aportes de los afiliados y por el 60% de la rentabilidad que las inversiones generaron.

SEÑOR ASTI.- Creo interpretar la pregunta inicial del compañero Conde. Obviamente que todos los fondos tienen que ser invertidos, pero tengo la misma duda que el señor Diputado Conde. Quisiera saber, en este tipo de operaciones que podrían realizar, hasta qué porcentaje se podría llegar. En cada uno de los literales del artículo 123 se establece a cuánto se podría llegar, por ejemplo, en títulos públicos y ahora estaríamos agregando dos nuevos literales. La composición del total de la cartera de inversiones nunca va a poder ser de este tipo.

Creo que la pregunta del señor Diputado Conde apunta a saber a cuánto ascendería el tope para este tipo de inversiones con estos nuevos instrumentos.

SEÑORA PATRÓN.- Lo que estamos proponiendo es que hasta el 15% del Fondo de Ahorro Previsional pueda ser invertido en valores de organismos internacionales y que hasta el 10% pueda ser invertido en instrumentos de cobertura. Todos los demás quedarían con los porcentajes que ya tienen, que son porcentajes máximos. Si usted suma los porcentajes máximos que ahora están establecidos en los literales, llega a mucho más del 100%. En realidad lo que se pretende es que, por ejemplo, en valores del Estado, no se pueda invertir más del 60%, pero se puede invertir menos o nada, si así lo deciden los responsables de las inversiones. Y así con todos los demás literales. En el literal que especifica cuánto se puede invertir en los bancos, también hay determinado porcentaje y no necesariamente se cumple con ese porcentaje.

Entonces, en realidad estos siempre son límites máximos, tal como fueron siempre los de la ley.

Después, en la reglamentación bancocentralista hay otros límites que también tratan de acotar riesgos como, por ejemplo, en un grupo económico determinado. Es importante que comente que en todo proyecto, ya sea multisectorial, cualquier emisión de un instrumento específico, cada AFAP puede invertir hasta el 50% de la emisión. Ahí el porcentaje está establecido con respecto a cuánto es la emisión, es decir, si esta es de tres millones, ninguna AFAP puede invertir más de un millón quinientos mil. Entonces, hay una serie de límites que están dados por la reglamentación del Banco Central. En realidad lo que se establece en la ley suma más del 100%, porque son límites máximos. En realidad, el administrador de las inversiones en cada una de las AFAP decidirá qué combinación es la que quiere tener, de acuerdo con la evaluación de riesgo y de rentabilidad que haga.

SEÑOR POSADA.- Saludamos a la delegación y pedimos disculpas por habernos retrasado en llegar a esta Comisión.

Básicamente, respecto a este proyecto de ley, hemos escuchado los fundamentos.

En primer lugar, queremos hacer un comentario de carácter general, que tiene que ver con algunas de las referencias realizadas por la economista Rosario Patrón, que está en consonancia con ciertas preocupaciones que se tienen cuando hablamos de los riesgos previsionales. Hoy tenemos un sistema previsional que en los hechos está descalzado. El sistema previsional está previsto en unidades reajustables y, en los hechos, no hay títulos en esa unidad de moneda. De alguna manera se puede decir que las unidades indexadas pueden tener un comportamiento similar al de las unidades reajustables, pero la realidad es que todo el sistema previsional no tiene forma de estar calzado, porque no existen títulos emitidos en unidades reajustables, como existieron en el pasado en el caso del Banco Hipotecario del Uruguay. Me parece que este tema es de carácter general, que tendría que ser abordado y hoy es una dificultad que tienen tanto las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, como las compañías de seguro por la parte de ahorro previsional.

En segundo término, quisiera saber si las modificaciones que se están haciendo no debieran ser también para la parte previsional de los seguros, porque allí también hay reglas respecto a cuál debe ser la gestión que se debe realizar y los límites que se tienen que respetar en cuanto a las inversiones del ahorro previsional, en el caso de las compañías de seguro, básicamente, del Banco de Seguros del Estado. Tengo entendido que se debe cumplir con una reglamentación que en los hechos es muy similar -si no es la misma-, determinada para las AFAP. Entonces, me gustaría saber si las referencias que aquí figuran con relación al Fondo de Ahorro Previsional y, particularmente, con las Administradoras, no deberían extenderse a las compañías de seguros en lo que refiere a la parte de ahorro previsional.

SEÑORA PATRÓN.- En cuanto al descalce de monedas, me parece que lo importante es ver cómo funciona el sistema. Las AFAP están en la etapa de acumulación activa de fondos y las aseguradoras en la etapa de desacumulación, cuando hay que pagar las rentas vitalicias, es decir, las jubilaciones. Entonces, la importancia del calce de plazos y monedas es mucho más trascendente en las compañías aseguradoras que en las AFAP, porque cuando estas terminan el proceso de acumulación en la cuenta de un afiliado, este genera causal jubilatoria y la AFAP tiene que transferir los fondos a la aseguradora en ese momento, pero después no tiene que dar las prestaciones mensuales, tal como sí deben hacerlo las aseguradoras.

Muchas veces se habla de que las AFAP deberían estar en instrumentos de más largo plazo; yo digo que las AFAP pueden estar en instrumentos de más largo plazo, pero no necesariamente tiene por qué estarlo, porque en realidad lo que están haciendo es la mejor administración por cuenta de sus afiliados, buscando las combinaciones de rentabilidad y riesgo más apropiadas para que ese afiliado tenga una acumulación lo más grande posible en la cuenta en el momento en que genere causal jubilatoria y esos fondos pasen a la aseguradora. Entonces, no necesariamente las AFAP tienen por qué estar calzadas ni en monedas ni en plazos; ahora, dado que se trata de instituciones que tienen la obligación de verter los fondos a las aseguradoras ?hemos hecho los cálculos y probablemente el sistema esté madurando alrededor del año 2012; en ese momento se va a generar la mayor cantidad de pases a jubilación; ahora son muy pocos, por lo nuevo del sistema-, quiero decir que quizás sería interesante que hubiera títulos en UR, porque es una unidad de indexación que está vinculada con el salario y que, en realidad, también podría funcionar como instrumento financiero, tanto para las AFAP como en general, para cualquier inversor en el mercado.

El segundo punto refería a en qué tenían que tener invertidos los instrumentos las aseguradoras. En realidad, la Superintendencia de Seguros y Reaseguros es la que hace la normativa respecto a las aseguradoras. En general, la normativa es idéntica que para el Fondo de Ahorro Previsional, pero tengo entendido que para la parte de seguros no hay prohibiciones tan estrictas; por lo menos, se establecen reglas genéricas. De todos modos, en la práctica ocurre que las reservas para la parte previsional de las aseguradoras se vierten con las mismas regulaciones que para las AFAP.

SEÑOR MUJICA.- Cuando leí el literal (g) del artículo 3º me quedé pensando si lo que se permitía era asegurar hasta el 10% del activo del fondo o utilizar el 10% del activo del fondo en seguros. Me dio la

impresión de que la interpretación es la segunda, pero no sé si no habría que ser más explícito en el texto.

SEÑORA PATRÓN.- En realidad, no son seguros. Lo que se habilita aquí es la compra de instrumentos que normalmente permiten cubrir un riesgo por otro. Por ejemplo, si yo tengo una posición abierta en euros -esto es un poco de mercado financiero y no soy docente de profesión, pero espero que se entienda-, pero me quiero cubrir porque a lo mejor el euro contra el dólar no funciona como me imaginé, podría hacer un "swap" de monedas con otra parte del fondo para nivelar ese riesgo. En realidad, es la compra de un instrumento financiero diferente, que en el momento actual no está autorizado explícitamente por el artículo 123. Hablo de "swap" de monedas, opciones en las que, de acuerdo con cómo evoluciona determinada variable, uno tiene la opción de comprar o de vender un instrumento o no, dependiendo de los márgenes. Hay una serie de instrumentos que se llaman instrumentos derivados, que en el país no funcionan en este momento, salvo en algún caso de los "forward" de monedas, es decir, operar a futuro con una moneda. Si las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional ?que son las que tienen la necesidad de invertir día a día? fueran un componente de ese mercado, seguramente se facilitaría la generación del mercado como tal, y habría operadores que querrían ofrecer determinada cobertura y otros que la querrían comprar. Pero, en realidad, siempre estamos hablando de la compra de instrumentos financieros, con un límite.

SEÑOR MUJICA.- O sea que para esas compras se puede utilizar hasta el 10% del Fondo, en última instancia.

Tengo una pregunta sobre el artículo 5º. Si se va a legislar sobre los certificados emitidos por instituciones que a su vez son fiduciarias del proyecto, ¿por qué se establece "podrán"? ¿Por qué se lo deja como facultativo y no se aprovecha la oportunidad para generar la posibilidad de que estos proyectos tengan el compromiso del financiamiento de la institución correspondiente?

SEÑORA PATRÓN.- En realidad, no es posible obligar a ninguna institución a invertir en determinado instrumento; esto, además, es una regla de carácter genérico. En este momento, el fiduciario financiero no puede invertir en los fideicomisos que administra; eso es lo que establece la Ley Nº 17.703, de fideicomiso. En realidad, aquí se trata de habilitar -en caso de que la entidad lo entienda necesario- la inversión. En este caso no podría entrar en este mecanismo si no se comprometiera a invertir en el proyecto, pero eso es para este mecanismo. En definitiva, nosotros no podemos obligar a ningún agente a invertir en instrumentos. En realidad, el fiduciario no es más que el administrador de un patrimonio de afectación independiente, que figura como emisor de los títulos que se colocan en el mercado, con el respaldo de ese patrimonio de afectación independiente; ni siquiera el fiduciario es dueño de ese patrimonio; simplemente es el que lo tiene a cargo.

SEÑOR MUJICA.- Me da la impresión de que el proyecto de ley amplía las posibilidades de inversión de estos fondos previsionales. Creo que por un lado se amplían las posibilidades de aumentar su rentabilidad pero, al mismo tiempo, también amplían sus riesgos. Además, los equilibrios entre uno y otro quedan en manos de las autorizaciones específicas que hagan tanto el Banco Central como el Ministerio de Economía y Finanzas. Si esta impresión fuera correcta, una parte importante del control de ese equilibrio entre riesgos y rentabilidad estaría vinculada al nuevo estatuto del Banco Central. ¿En qué medida estas autorizaciones específicas planteadas en el último literal del artículo 1º podrían ser discutidas y evaluadas en términos políticos, ya que constituyen en todo caso riesgos de muy largo plazo?

SEÑORA PATRÓN.- En el caso del artículo 3º, en que se agregan literales al artículo 123, verdaderamente no se puede decir que añada ningún riesgo al manejo de los fondos. Como yo les decía, en realidad, el literal (g) está habilitando instrumentos que se utilizan para achicar el riesgo que se tiene en el resto del portafolio. En el caso de los valores que emitieran el BID, el Banco Mundial y demás, son instituciones AAA, que tienen un riesgo de "default" infinitamente inferior a cualquier otra inversión del Fondo de Ahorro Previsional, si nos guiamos simplemente por las calificaciones de riesgo que se hacen, tanto de los valores soberanos como del resto de los instrumentos privados en que está invertido el fondo.

En cuanto al artículo 2º, que habilita a comprometer el Fondo en un plazo futuro, en realidad, se pone la intervención del regulador para evitar que sea una puerta abierta a correr cualquier tipo de riesgo. Por eso, en realidad, se abre una puertita, no se lo da en términos genéricos; es solamente para el multisectorial o proyectos análogos, y solamente si a juicio del regulador eso es absolutamente necesario y no hay otra forma de estructurar el proyecto que elimine la necesidad de que las AFAP inviertan a futuro. En realidad, por la experiencia que tengo como responsable del servicio que se dedica a estas cosas, puedo decir que ha habido planteamientos de empresas privadas y de estructuradores financieros de proyectos, en que el Fondo de Ahorro Previsional, si invertía en ellos, debía comprometerse a futuro. Lo que hicimos fue plantearles que ese tipo de estructuración no funcionaba y que buscaran una diferente porque la ley no lo permitía. Entonces, en algunos casos se puede buscar una estructuración diferente, en la que no sea necesario ese riesgo.

En los proyectos importantes, donde el Estado va a participar hasta el 50% como proyecto de infraestructura y demás, puede ser muy importante para achicar su costo financiero, que los desembolsos se hagan en diferentes momentos. Es teniendo en cuenta ese tipo de cuestiones que se está abriendo una puertita muy chica, pero ahí el rol de regulador es más bien el de cuidar que no se utilice para cosas que son innecesarias y excesivamente riesgosas para el fondo de ahorro previsional, como por otra parte es el rol del regulador en el Banco Central: cuidar el ahorro de los afiliados al sistema.

En cuanto al tema de la nueva institucionalidad del Banco Central, más allá de que el nuevo proyecto de Carta Orgánica plantea una forma diferente de organizar las funciones de control, en realidad, van a seguir siendo las mismas. En definitiva, las funciones de control siguen estando en el Banco Central, en la actual y en la nueva institucionalidad; se organizan en forma diferente pero las potestades, las responsabilidades y las obligaciones para con la comunidad serán las mismas.

SEÑOR POSADA.- De acuerdo con lo que establece el literal (d) del artículo 1º, habría una dificultad menor que deberemos tener en cuenta con relación a la aprobación de la reforma tributaria, puesto que este Impuesto a la Renta de Industria y Comercio queda derogado y en este proyecto debería hacerse referencia al Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas. Es decir que hay un aspecto que tiene que ver con los tiempos en que se aprueben los dos proyectos, a los efectos de hacer la modificación, que me parece que es de trámite.

SEÑOR EIBE.- Ya abordamos ese tema. Evidentemente, hay un problema, porque hay dos proyectos paralelos. De todas maneras, aun si quedara esa redacción y se aprobara este proyecto, entre la promulgación de la ley de reforma tributaria y su entrada en vigencia, interpretamos que no debería caer la exoneración genérica que establece el proyecto de reforma. Por lo tanto, operaría la remisión pero, evidentemente, hay una dificultad debido a la convivencia de estos dos proyectos.

SEÑOR ASTI.- Me parece muy interesante que se habilite este tipo de instrumentos. Además, por alguna actividad anterior que realicé en la Intendencia Municipal de Montevideo, conozco bien los controles que se realizan por parte de la Superintendencia, a los efectos de habilitar a las AFAP a que inviertan en los Fondos de Ahorro Previsional en proyectos a los que hacíamos referencia. Fundamentalmente, habría sido importante tener este instrumento de fecha de compra futura en Batlle y Ordónez.

Quisiera hacer dos consultas con respecto al artículo 3º. En el literal (g) se habla de operaciones que tengan por objeto la cobertura de riesgo financiero. Mi pregunta es si cuando se va a invertir en derivados, aunque las condiciones sean establecidas por el Banco Central, deberá especificarse la relación de esos derivados con la necesaria cobertura de otros instrumentos que se hayan adquirido. La economista asiente, por lo que esta inquietud queda aclarada.

La segunda consulta es sobre el literal (h). Quisiera saber si se está pensando que un organismo internacional, como el BID o el Banco Mundial, haría una emisión de valores para colocar en el mercado local con el objetivo de financiar inversiones radicadas en el país. ¿Pueden los organismos internacionales hacerlo directamente con una emisión destinada a una inversión radicada exclusivamente en el Uruguay?

SEÑORA PATRÓN.- En cuanto a la primera consulta, el literal (g) establece que se hará con las limitaciones y condiciones que establezca el Banco Central del Uruguay, precisamente porque el

mercado de derivados -no debemos hacernos muchas ilusiones; este es un mercado que se va a empezar a generar, seguramente, con lo más sencillo, que es comprar dólares ahora y venderlos a futuro, es decir, con cosas relativamente sencillas, pero se puede sofisticar- es uno de los instrumentos que se puede utilizar para inversiones especulativas, para tener mayor rentabilidad y demás. En realidad, lo que se está planteando acá es que sea para cobertura de riesgos. O sea que, en definitiva, la AFAP va a tener que justificar qué riesgo está cubriendo con la compra del derivado.

En cuanto a la inversión de los organismos de crédito internacionales, el BID ha estado explorando en la materia y ya ha hecho una experiencia en Perú con este tipo de operaciones, en realidad, consiguiendo dinero local para prestarlo al propio país en su moneda para habilitar que se transfiera ese dinero en la moneda del país. El BID está totalmente de acuerdo en hacerlo e, inclusive, ha hecho seminarios internacionales buscando este tipo de cuestiones.

No le puedo decir más que eso. El BID podría venir acá a hacer una colocación en moneda local o en cualquier otra moneda y podría haber interesados en el mercado en comprarle la emisión. Lo que pasa es que en la ley vigente de AFAP hay prohibición de que cualquier institución del extranjero les coloque instrumentos de deuda. Eso es lo que queremos levantar, nada más que para este grupo de organismos que tienen una calidad de riesgo muy buena, con fines para el desarrollo productivo del país.

SEÑOR ASTI.- Precisamente, teniendo en cuenta el caso de Perú, me quedaba la duda en cuanto a si el organismo puede emitir con el destino exclusivo de una financiación en un solo país o si tiene que ser un poco más amplio. Que es conveniente que las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional puedan invertir en los papeles emitidos por el BID por la calificación AAA que tiene, no tengo dudas. Pero, precisamente, viendo la operación que se hizo en Perú, no me queda claro cómo podría aplicarse este texto en cuanto a cómo haría la emisión el organismo internacional -en este caso, del BID- para el financiamiento de inversiones radicadas en Uruguay.

SEÑORA PATRÓN.- Lo que estamos planteando acá, en definitiva, es que haya un convenio entre el país y el BID para invertir determinada cantidad de dinero en moneda local, y que eso se haga antes o simultáneamente a una colocación en pesos para que lo que establece este artículo se cumpla en su totalidad. Supongo que eso es lo que va a ocurrir, porque no hay demasiadas razones por las cuales un organismo multilateral querría colocar en pesos uruguayos si después no se los diera al Gobierno uruguayo; los demás países no necesitan pesos uruguayos.

En realidad, supongo que esto siempre se hace dentro de un convenio marco en el que se establecen todas estas cuestiones; corríjanme si estoy equivocada. Hemos trabajado conjuntamente todas estas cosas, pero en definitiva, siempre es el Ministerio de Economía y Finanzas el que negocia los acuerdos con los organismos multilaterales; el Banco Central es el ejecutor y administrador de los fondos.

SEÑOR PRESIDENTE.- Agradecemos la presencia de los invitados y las explicaciones que nos han dado.

(Se retiran de Sala la economista Rosario Patrón, el economista Pedro Buonomo, el doctor Jorge Polgar y el contador David Eibe)

SEÑOR MUJICA.- Propongo que el tema que acabamos de tratar se incluya como primer punto del orden del día de la próxima sesión.

SEÑOR PRESIDENTE.- Se va a votar.

(Se vota)

——Nueve por la afirmativa: AFIRMATIVA. Unanimidad.

Tenemos previsto recibir una delegación del Banco Central. Recibiremos a la visita y luego consideramos el punto que acabamos de aprobar.

Exhortamos a quienes tienen pendiente los informes de los proyectos aprobados que los entreguen a Secretaría lo antes posible.

Se levanta la reunión.